

Kredietrantsoenering van starters

De vermogensmarkt heeft tot taak besparingen door de te sluizen naar rendabele investeringen. Idealiter spelen bij dit proces louter rendementsoverwegingen een rol. Het relatief grote gedeelte van de investeringen dat met interne middelen wordt gefinancierd, suggereert echter dat de financiering via de vermogensmarkt niet voor iedere onderneming aantrekkelijk of mogelijk is. In de economische theorie wordt de beperkte toegang tot de vermogensmarkt verklaard uit problemen ten gevolge van asymmetrische informatie. Indien vermogensverschaffer en ondernemer niet in dezelfde mate geïnformeerd zijn over investeringen dan zal de eerste een (risico)premie verlangen, mogelijk aangevuld met onderpandvereisten, of zelfs geheel afzien van de financiering van het project. Eén en ander betekent dat rendabele investeringen niet worden uitgevoerd.

Vooral kleine en jonge bedrijven ondervinden de nadelen van informatieproblemen op de vermogensmarkt. De risicoperceptie van kleine ondernemingen is hoger dan van grote ondernemingen. Objectieve informatie over kleine ondernemingen zoals een jaarverslag is niet altijd beschikbaar. Kleine, jonge ondernemingen hebben nog niet de solide reputatie van grote, relatief oude ondernemingen en kleine ondernemingen kunnen veelal niet voldoen aan strenge onderpandvereisten. Het 'human capital' is vaak hun voornaamste bezit.

De hypothese dat het succes en de overlevingskansen van kleine ondernemingen belangrijk worden beïnvloed door de gebrekkige werking van de vermogensmarkt is theoretisch onderbouwd en getoetst door Evans en Jovanovic¹. Het theoretische model bestudeert de invloed van liquiditeitsbeperkingen op de keuze tussen zelfstandig ondernemen en werken in loondienst. Een onderneming start indien de verwachte verdiensten die van werken in loondienst overtreffen. De opbrengsten worden bepaald door de ondernemerskwaliteit en de hoeveelheid startkapitaal. De invloed van liquiditeitsbeperkingen wordt gemodelleerd door de randvoorwaarde dat het startkapitaal proportioneel afhankelijk is van het ingebrachte onderpand. Uit de oplossing van het model volgt dat de kans op een optimale keuze voor het ondernemerschap negatief wordt beïnvloed door de liquiditeitsbeperking.

Het Evans-Jovanovic model kan niet rechtstreeks worden getoetst, omdat de variabele ondernemerskwaliteit niet direct waarneembaar is. De hypothese dat de omvang van het onderpand de kans op zelfstandig ondernemen vergroot, is wel toetsen. Het gebruikte databestand omvatte 1443 mannen, in loondienst in 1976, en in loondienst of zelfstandig werkzaam in 1978. Het bestand verschaftte verder informatie over het persoonlijk vermogen, het inkomen, de werkervaring en het opleidingsniveau. Evans en Jovanovic vinden dat de invloed van het onderpand op de kans dat een onderneming wordt gestart statistisch significant is. Ook de overlevings-

kans van ondernemingen wordt hierdoor positief beïnvloed, gegeven het significante verband tussen het persoonlijk vermogen bij de start en de inkomsten uit de onderneming.

Een belangrijke veronderstelling van het Evans-Jovanovic model betreft de afwezigheid van een verband tussen de waarde van het onderpand en de kwaliteiten van de ondernemer (human capital). Zouden human capital en onderpand met elkaar verband houden, dan hoeft de invloed van het onderpand op de overlevingskansen niet te wijzen op een gebrekkig werkende vermogensmarkt. De Brit Robert Cressy is er in geslaagd aan te tonen dat niet het onderpand maar het human capital de doorslag geeft voor een succesvolle ondernemingsstart². Zijn onderzoek naar de overlevingskansen van 2000 Engelse starters leidt tot de conclusie dat de invloed van de ingebrachte activa verdwijnt indien voor de invloed van human capital wordt gecontroleerd. Cressy's databestand is ontleend aan gegevens over de houders van een zakenrekening van de National Westminster Bank. Het bestand verschaft informatie over human capital indicatoren als de ouderdom van de eigenaren van de onderneming, werkervaring, specifieke en algemene vakopleiding en kwalificaties, en factoren als concurrerende inkomsten uit loondienst, het onderpand van de starters en de financieringsmogelijkheden van de nieuwe onderneming. Overleving is hier de te verklaren variabele, die aangeeft of een in 1988 geopende zakenrekening in 1992 nog in het bestand voorkomt. De schattingsresultaten wijzen op een significante invloed van het onderpand op de overlevingskansen van starters indien human capital indicatoren niet in de analyse zijn opgenomen. Indien dat wel zo is, dan zijn de human capital factoren de belangrijkste determinant en is de het verband met onderpand niet meer significant.

De resultaten van Cressy werpen een ander licht op de vermeende gebrekkige werking van de vermogensmarkt. Het feit dat het onderpand geen belangrijke determinant is van de overlevings- en succeskansen van nieuwe ondernemingen impliceert dat de toegang tot deze markt minder moeilijk is dan doorgaans gedacht. Anderzijds biedt de analyse van Cressy geen verklaring voor de waargenomen correlatie tussen human capital en het onderpand. Hier ligt nog een onderzoeksterrein braak. Indien human capital de belangrijkste determinant is dan ligt het in de rede om meer te screenen op de specifieke vaardigheden en kwaliteiten van de starters dan op de omvang van de ingebrachte eigen middelen.

Hans van Ees*

1. David S. Evans en Boyan Jovanovic, An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints, *Journal of Political Economy*, 1989, blz. 808-827.

2. Robert Cressy, Are business startups debt-rationed, mimeo, Warwick Business School, 1995 (te publiceren in *Small Business Economics*, 1996).

* De auteur is werkzaam bij de Economische Faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen.